

「欧州資産運用業界最新動向」

日本の金融庁「重要情報シート」が参考にする欧州の「PRIIPs KID」は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年2022年から？～欧州のMiFIDIIプロダクトガバナンス規制、英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoVレポート(ハーグリーブス・ランズタウン)、クリーン・シェア(やACS)の現況～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治

※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

窪田 真美

日本の金融庁「重要情報シート」が話題(保険代理店などでも話題)

日本の金融業界で「重要情報シート」が話題である。「2021年の金融業界の焦点のひとつが『重要情報シート』と呼ばれる説明資料の導入だ。投資信託や外貨建て保険など投資リスクのある金融商品を個人客に販売する際に、商品内容をわかりやすく示し、他の商品とも比較できるようにする資料だ。…(略)…。21年度中に導入する方向が示された。…(略)…。活用は義務ではないが、金融庁は顧客本位の業務運営を徹底させるために強く活用を促す考えだ。」(2021年1月6日付毎日新聞「顧客重視の基準に？ 金融界が導入する『重要シート』」～

<https://mainichi.jp/premier/business/articles/20210123/biz/00m/020/004000c>)と報じられている。

中には『重要情報シート』に同工異曲の商品を報酬率とともにすべて列挙させる案もある」(2021年3月3日付日本経済新聞「投信の一物多価は許せるか 同じ商品で異なる報酬－編集委員 前田昌孝」～

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGH011XG0R00C21A3000000/>)、

「重要情報シート対応で精いっぱい業界に費用開示で追い討ちをかけて、何がしたいのか」(2021年2月22日付ファンド情報「議論再燃の費用開示 相次ぐ処分で当局攻勢？ 株高好機に懸案解決を」～

https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_484657)

などと言う報道もある。

保険事業者(保険代理店など)でも話題で、「栗山氏(日本損害保険代理業協会アドバイザー)は、顧客本位の業務運営の進展に向けては『重要情報シート』がポイントになるとし、『顧客本位の業務運営はルールではなくプリンシプルの枠の中で金融事業者が工夫して取り組むものだ。重要情報シートも一つの標準例であり、代理店はより良いサービスを提供していくための取り組みとして受け止めるべきだ』と述べた。成島氏(元金融庁特別検査官)は重要情報シートの活用について、『顧客の理解がより一層進めばいいと思うが、保険業界においては特定保険商品に係る説明が必要になるため、説明を受ける顧客の負担も配慮して活用していただきたい』と私見を述べた。」(2021年3月10日付保険毎日新聞「コロナで変革する代理店の在り方!」～ <https://保険毎日新聞社.jp/>)と報じられている。



日本の「重要情報シート」(金融事業者編)

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット(例)
(金融事業者編)

1. 当社の基本情報 (当社がお客様に金融商品の販売[又は販売仲介]をする者です)

社名	
登録番号	
加入協会	
当社の概要を記したウェブサイト	

2. 取扱商品 (当社がお客様に提供できる金融商品の種類は次のとおりです)

預金(投資性なし)		預金(投資性あり)	
国内株式		外国株式	
円建債券		外貨建債券	
投資信託		ラップ口座	
REIT		その他の上場商品	
保険(投資リスクなし)		保険(投資リスクあり)	
これら以外の商品			

3. 商品ラインナップの考え方 (商品選定のコンセプトや留意点は次のとおりです)

--

4. 苦情・相談窓口

当社お客様相談窓口	
加入協会共通の相談窓口(〇〇)	
金融庁金融サービス利用者相談室	0570-016811 (03-5251-6811)

※各窓口の詳細は契約締結前交付書面のPCに記載しています。

(出所: 金融庁)

「重要情報シート」には2種類あり、前頁右下の図表が「重要情報シート」(金融事業者編)のフォーマット(例)、下記の図表が「重要情報シート」(個別商品編)のフォーマット(例)である(2020年7月15日付金融庁・金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第30回)～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryuu/20200715.html、2020年8月5日付金融庁・金融審議会「市場ワーキング・グループ報告書」～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805.html)。



日本の「重要情報シート」(個別商品編)

一定の投資性金融商品の販売・販売仲介に係る「重要情報シート」フォーマット(例)
(個別商品編)

1. 商品等の内容(当社は、組成会社等の委託を受け、お客様に商品の販売の勧誘を行っています)

金融商品の名称・種類	
組成会社(運用会社)	
販売委託元	
金融商品の目的・機能	
想定される購入層	
パッケージ化の有無	(ありの場合) この金融商品は、複数の金融商品を組み合わせた商品です。個別の金融商品として購入することの可否については販売員にお尋ねください。
クーリング・オフの有無	クーリング・オフ(契約日から一定期間、解除できる仕組み)の適用はありません。

(質問例) ① あなたの会社が提供する商品のうち、この商品が、私の知識、経験、財産状況、ライフプラン、投資目的に照らして、ふさわしいという根拠は何か。

② この商品を購入した場合、どのようなアフターサービスを受けることができるのか。

③ この商品が複数の商品と組み合わせられたものである場合、個々の商品購入と比べて、どのようなメリット・デメリットがあるのか。

2. リスクと運用実績(本商品は、円建ての元本が保証されず、損失が生じるリスクがあります)

損失が生じるリスクの内容	運用資産の市場価格の変動による影響を受けず。(又は受けません。)
	投資先などの破綻や債務不履行による影響を受けず。(又は受けません。)
	為替相場の変動による影響を受けず。(又は受けません。)
	(その他)
(参考) 過去1年間の収益率	〇% (※(場合によってはペナルティを課する商品の実績)(〇年〇月末日現在))
(参考) 過去5年間の収益率	平均〇% 最低〇% (20××年〇月) 最高〇% (20××年〇月) (〇年〇月～〇年〇月末日までの過去1年間の数字)

※ 損失リスクの内容の詳細は契約締結前交付書面【交付目録見書】のP〇、運用実績の詳細は交付目録見書のP〇に記載しています。

(質問例) ④ 上記のリスクについて、私が理解できるように説明してほしい。

⑤ 相対的にリスクが低い類似商品はあるのか。あればその商品について説明してほしい。

3. 費用(本商品の購入又は保有には、費用が発生します)

購入時に支払う費用(販売手数料など)	
継続的に支払う費用(信託報酬など)	
運用成果に応じた費用(成功報酬など)	

※ 上記以外に生ずる費用を含めて詳細は契約締結前交付書面【交付目録見書】のP〇に記載しています。

(質問例) ⑥ 私がこの商品に〇〇万円を投資したら、それぞれのコストが実際にいくらかかるのか説明してほしい。

⑦ 費用がより安い類似商品はあるか。あればその商品について説明してほしい。

(出所: 金融庁)

4. 換金・解約の条件(本商品を換金・解約する場合、一定の不利益を被ることがあります)

この商品の償還期限は【20××年××月××日】です。/ありません。】但し、期間更新や繰上償還場合があります。
この商品をお客様が換金・解約しようとする場合には、〇〇〇〇〇〇(解約手数料など)として〇〇をご負担いただくほか、一定の制限や不利益が生じます。
〇〇の場合には、換金や解約ができないことがあります。

※ 詳細は契約締結前交付書面【交付目録見書】のP〇に記載しています。

(質問例) ⑧ 私がこの商品を換金・解約するとき、具体的にどのような制限や不利益があるのかについて説明してほしい。

5. 当社の利益とお客様の利益が反する可能性

当社がお客様にこの商品を販売した場合、当社は、お客様が支払う費用(販売手数料、信託報酬等の名目)を記載)のうち、組成会社等から〇%の手数料を頂きます。これは〇〇〇〇〇〇(販売仲介など)の対価です。

当社は、この商品の組成会社等との間で〇〇の関係があります。(又は資本関係等の特別の関係はありません。)

当社の営業職員に対する業績評価上、この商品の販売が他の商品の販売より高く評価される場合があります。(又は評価されるような場合はありません。)

※ 利益相反の内容とその対処方針については、「顧客本位の業務運営に関する原則」の「取組方針」P〇をご参照ください。(URL)

(質問例) ⑨ あなたの会社が得る手数料が高い商品など、私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先した商品を私に薦めていないか。私の利益よりあなたの会社やあなたの利益を優先する可能性がある場合、あなたの会社では、どのような対策をとっているのか。

6. 租税の概要(NISA、積立NISA、iDeCoの対象が否かもご確認ください)

※ 詳細は契約締結前交付書面【交付目録見書】のP〇に記載しています。

7. その他参考情報(契約にあたっては、次の書面をよくご覧ください)

・販売会社(当社)が作成した「契約締結前交付書面」(URL) (QRコード)

・組成会社が作成した「目録見書」(URL) (QRコード)

契約締結に当たっての注意事項等をまとめた「契約締結前交付書面」、金融商品の内容等を記した「目録見書」については、ご希望があれば、紙でお渡します。

以上の「重要情報シート」について金融庁は2020年9月25日に「顧客本位の業務運営に関する原則」(改訂案)、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」及び「保険会社向けの総合的な監督指針」の一部改正(案)について意見募集(パブリックコメント)をした(2020年10月26日まで、<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20200925.html>)。その概要・結果が2021年1月15日に公表されている(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1.html>)。

126 のパブリックコメントの中の53番目に「このようなシートを用いて金融商品の販売を行っているのは世界標準か。」と言う質問があり、金融庁は「『重要情報シート』に類似する施策として、欧州では『PRIIPs KID(key information documents for packaged retail and insurance-based investment products)』、米国では『Form CRS (Customer or Client Relationship Summary)』といった制度が導入されています。」

(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/01.pdf>)と言っている。

日本の「重要情報シート」と欧州の「PRIIPs KID」と米国の「Form CRS」の類似点

日本の金融庁「重要情報シート」に類似する欧州の「PRIIPs KID」(前身の UCITS KIID/Key Investor Information Documents)、米国の「Form CRS」との事、どう類似しているだろう? 下記の通り。

日本の「重要情報シート」と欧州の「PRIIPs KID」と米国の「Form CRS」の類似点



- ・日本の「重要情報シート」の名前は、欧州の「PRIIPs KID」の「KID/Key Information Document/重要情報書類」と似ている。
- ・日本の「重要情報シート」の「金融事業者編」は、米国の「Form CRS」に似ている。「Form CRS」は 1940 年投資顧問法(ファイナンシャル・アドバイザーを規制)と 1934 年証券取引所法(販売会社を規制)のルールである事からわかるが、個人投資家に実際接するファイナンシャル・アドバイザーや販売会社が主になって作るものである。
- ・日本の「重要情報シート」の「個別商品編」は、欧州の「PRIIPs KID」に似た所が多い。 欧州の「PRIIPs KID」は個人投資家に実際接する事が少ない組成会社(運用会社、保険会社等)/manufacturer が作って準備する/produce and prepare ものである。それを販売会社/distributor distributors が契約締結前に提示する。ただ、日本の「重要情報シート」の「個別商品編」に出て来る「当社」は販売会社である。また、「個別商品編」に「5.当社の利益とお客様の利益が反する可能性」とあるが、これは米国の「Form CRS」にあるもの。これ以外、「個別商品編」には随所に「あなたの会社が提供する商品のうち、この商品が、私の知識、経験、財産状況、ライフプラン、投資目的に照らして、ふさわしいという根拠は何か。」、「この商品を購入した場合、どのようなアフターサービスを受けることができるのか。」、「上記のリスクについて、私が理解できるように説明してほしい。」など、組成会社にはわからない事、出来ない事が多い。
- ・欧州の「PRIIPs KID」を作成する組成会社も顧客属性を知る必要がある。ただ、日本と同様、一般的に組成会社は直接顧客コンタクトが無い。そこで MiFIDII プロダクトガバナンス規制は、販売会社から組成会社へ情報(顧客分類、想定通りもしくは想定していない顧客の情報、顧客からの苦情や質問等)の提供を求めている。

以上について、米国の「Form CRS」と欧州の「PRIIPs KID」のサンプルは、2020 年 5 月 18 日付日本版 ISA の道 その 305「日本の金融庁が検討する米国の投資アドバイザー(含む証券会社)向け『顧客関係の概要書面/フォーム CRS』! - 欧州の投信・保険会社向け『PRIIPs KID』は欠点があってミスリードと投信協会は言う (https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf)にあるので参照の事。MiFIDII プロダクト・ガバナンス規制については、後述。

日本の「重要情報シート」と類似する(参考とする)米国の「Form CRS」と欧州の「PRIIPs KID」はどうなっているか。米国の「Form CRS」は昨年 2020 年 6 月 30 日から適用されたが、バイデン民主党政権になり、撤廃の可能性が出ている(2020 年 12 月 17 日付日本版 ISA の道 その 324～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf)。ただ SEC/証券取引委員会委員長(2021 年 1 月 18 日指名のゲーリー・ゲンスラー/Gary Gensler 氏)がまだ上院本会議で承認されていない為(2021 年 3 月 22 日現在)、今後、見直し・撤廃が判明する。一方、欧州の「PRIIPs KID」は 2021 年 12 月 31 日まで、前身の UCITS KIID/Key Investor Information Documents/重要投資家情報書類を使って良い事(UCITS exemption)になっている/UCITS have an exemption and don't need to provide their investors with a PRIIPs KID until 31 December 2021(後述※1 参照)。2019 年 12 月 31 日までだったものの、新型コロナウイルス感染症のパンデミックを受けて 2021 年 12 月 31 日までとなった。ただ、PRIIPs KID に問題が多く、欧州の投信協会やアナリスト協会などは 2022 年 12 月 31 日までとする事(その間に見直す事)を望み、2022 年 1 月 1 日から現在の PRIIPs KID を客に提供する事は反対している(詳細は後述)。

だが、**ESAs/European Supervisory Authorities/欧州監督機構が2021年2月3日に2022年1月1日からのPRIIPs KID適用で合意した**(2021年2月3日付ESMA「EIOPA's Board of Supervisors agrees on changes to the PRIIPs key information document」～ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/eiopa%E2%80%99s-board-supervisors-agrees-changes-priips-key-information-document>、ESAs/欧州監督機構は、EBA/欧州銀行監督機構とEIOPA/欧州保険・年金監督機構とESMA/欧州証券市場監督機構の総称)。今後、EC/欧州委員会で承認されれば、EU/欧州連合議会は異議無しとなりそうで、延期は2021年12月31日までとなつて、2022年1月1日からの適用となる。欧州資産運用業界でPRIIPs KIDは今まさに、大きな話題である。

MiFID IIとUCITS KIIDとPRIIPs KIDの比較			
		完全遵守見込みは 2022年1月1日から	2021年3月21日現在
規制(略称)	MiFID II	UCITS KIID	PRIIPs KID
規制(正式名称)	第二次金融商品市場指令 /Markets in Financial Instruments Directive II /MiFID II	ユーシッツ/欧州の 公募ファンド /譲渡可能な証券の集合投資事業 /Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities/UCITS (重要投資家情報書類 /Key Investor Information Documents/KIID)	パッケージ型リテール投資商品及 び 保険ベース投資商品 /Packaged retail and insurance-based investment products/PRIIPs (重要情報書類 /Key Information Documents/KIDs)
様式	金額および%表示	%表示のみ	金額 および%表示
計算・タイミング	事前予測(Ex-ante)および実績(ex-post)	実績(ex-post)のみ	事前予測(Ex-ante) および 実績(ex-post)
一回限りかかるコスト(下記※1参照)	開示義務	開示義務	開示義務
継続してかかるコスト(下記※2参照)	開示義務	開示義務	開示義務
うち、取引関連コスト(下記※3参照)	開示義務 (*継続してかかるコストに算入)	開示義務無し	開示義務 (*継続してかかるコストに算入)
付随コスト(下記※4参照)	開示義務	開示義務	開示義務
総コスト	上記コスト(*1~4)全て	総コスト開示の義務無し	上記コスト全て
総コストのリターンに対する累積効果	開示義務	総コストの開示義務無し	開示義務
年換算コスト率/RIY(下記※5参照)	-	-	中程度のシナリオでコストがどの 位、総リターンを減らしたか
パフォーマンス・シナリオ(下記※6参照)	-	-	4つの将来シナリオごとに、 1、3、5年の平均リターン

※1: 一回限りかかるコスト/One-off charges/One-off costs…投資を始める際に投資前に一回かかるコスト(最大を開示)/Entry costsや投資終了時に一回かかるコスト/Exit costs。

※2: 継続してかかるコスト/On-going charges/Recurring costs…投資期間中、毎年継続して/繰り返し、かかるコストで、前年のコストに基づき推計されて投資資産から徴収される(例: マネジメント・コスト、オペレーティング・イクスペンス、取引関連コスト(下記※3)。尚、継続してかかるコストを取引関連コストとその他継続してかかるコスト/Other ongoing costsに分ける場合もあるが、さらに保険コスト/Insurance costsに分ける場合もある。

※3: 取引関連コスト/Portfolio transaction costs per year…MiFID IIとPRIIPsでは*2に含まれる。有価証券等の取引に伴い発生した全てのコスト(例: 売買委託手数料/Broker commissions、売買価格に組み込まれているマークアップ/ビッド・アスク・スプレッド、印紙税、取引税、為替コスト)。**リサーチ費用/ソフト
ダラー等も含まれる。**

※4: 付随コスト/Incidental costs…パフォーマンスフィー/Performance fees、成功報酬/Carried interests。

※5: 年換算コスト率/annualised Reduction in Yield/RIY…コストがどの位、総リターンを減らしたかを見せるもの。中程度のシナリオ/Moderate scenarioを使い、同じプロダクトでも5年もしくは6年で算出される。

※6: パフォーマンス・シナリオ…「stress/緊張状態、好ましくない/unfavourable、中程度/moderate、好ましい/favourable」と言う4つの将来シナリオごとに、1年、3年、5年(推奨保有期間)の平均リターンを予想する(発生確率が無い)。

(出所: ESAs/European Supervisory Authorities/欧州監督機構(EBAとEIOPAとESMA)等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

日本の金融庁「重要情報シート」が参考にする欧州の「PRIIPs KID」は 欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から？

2022 年 1 月 1 日からの PRIIPs KID 適用を欧州の投信協会やアナリスト協会などは反対、延期を要望している。

欧州の投信協会が強く反対している。EFAMA/European Fund and Asset Management Association/欧州投資信託・資産運用協会(会長会社は仏アムンディ・アセットマネジメント/Amundi AM)は 1 年近く前の 2020 年 4 月 23 日に既に「PRIIP KIDs は欠点があり、個人投資家にミスリードな情報を提供している。」(2020 年 4 月 23 日付 EFAMA「EFAMA'S STATEMENT ON THE REVISED PRIIP KID OF APRIL 2020」～

<https://www.efama.org/Publications/Public/PRIIPs/20-4021.pdf>、2020 年 5 月 18 日付日本版 ISA の道 その 305～

<https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.200518.pdf>)と saying it. 最近も 2021 年 2 月 4 日に「PRIIP KIDs を提供する事は 2021 年 12 月 31 日までに出来ない。大きな欠陥の幾つかを修正すべきである。その為、2022 年 12 月 31 日までの延期を求める。」(2021 年 2 月 4 日付 funds europe「Efama says Priips deadline is 'unachievable'」～

<https://www.funds-europe.com/news/efama-says-priips-deadline-is-unachievable>)と saying it.

欧州のアナリスト協会なども反対をしている。英国 CFA 協会/CFA Society of the UK/CFA UK(英国で証券アナリストを認定)と、ベター・ファイナンスは、2021 年 2 月 1 日に共同で次の声明を出している(<https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/BETTER-FINANCE-CFA-Institute-Joint-Statement-PRIIPs-.pdf>)。「『PRIIPs KID』は個人及び非専門家投資家にとって有害なもので、EC/欧州委員会と ESAs/欧州監督機構(*EBA/欧州銀行監督機構と EIOPA/欧州保険・年金監督機構と ESMA/欧州証券市場監督機構の総称)は、出来るだけ早く見直し、その為に 2022 年 1 月 1 日からの適用を延期すべきだ。このまま PRIIPs KID 適用となれば、個人及び非専門家投資家に長期パフォーマンスやコスト・データなど重要な情報が提供されなくなるほか、オンライン・プロダクト・データベースとウェブ比較ツールなどの EU デジタル・ファイナンシャル・プラン/EU's Digital Finance plans の動きも妨げられよう。」である。

ベター・ファイナンスは、BETTER FINANCE/European Federation of Investors and Financial Services Users の事で、EU/欧州連合の個人及び非専門家投資家を代表する公益非政府組織/NGO であり、ベルギーに本拠地がある。



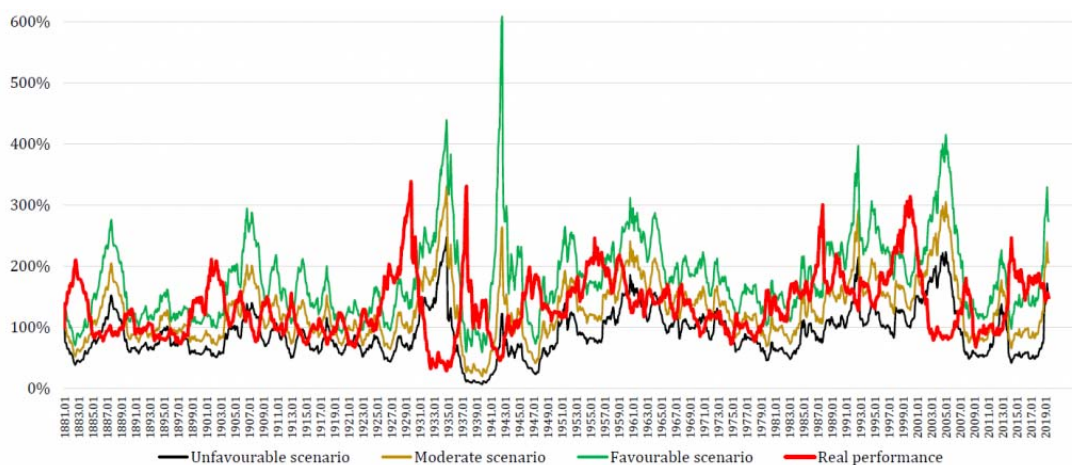
ベター・ファイナンスと英国 CFA 協会の指摘は次の通りである。

PRIIPs KID は商品組成会社/product manufacturers に「投資プロダクトの適切なパフォーマンス・シナリオ/appropriate performance scenarios” of the investment product」を求めている。このパフォーマンス・シナリオは、「stress/緊張状態、好ましくない/unfavourable、中程度/moderate、好ましい/favourable」と言う 4 つの将来シナリオごとに、1 年、3 年、5 年(推奨保有期間)の平均リターンを予想する事となる(統計モデル/コーニッシュ・フィッシャー展開/Cornish-Fisher expansion やブート ストラップ法/Bootstrapping 等を利用)。

Investment ☐		1 year	[3] years	[5] years (Recommended holding period)
Stress scenario	What you might get back after costs	☐	☐	☐
	Average return each year	☐	☐	☐
Unfavourable scenario	What you might get back after costs	☐	☐	☐
	Average return each year	☐	☐	☐
Moderate scenario	What you might get back after costs	☐	☐	☐
	Average return each year	☐	☐	☐
Favourable scenario	What you might get back after costs	☐	☐	☐
	Average return each year	☐	☐	☐
Accumulated invested amount		☐	☐	☐

(出所: BETTER FINANCE/European Federation of Investors and Financial Services Users ~ <https://betterfinance.eu/priips/#1570229306979-d734e937-673a>)

しかし、ベター・ファイナンスと英国 CFA 協会は「パフォーマンス・シナリオには複数の欠陥がある。まず、発生確率/probability weighted が無い。次に、過去のパフォーマンス・データを基とするにしても、過去は将来のリターンを示さないし、どう推定するのか。正確なものはない。下記グラフは 1881 年から 138 年に渡り、実際のパフォーマンス/Real performance と、好ましくないシナリオ/Unfavourable scenario、中程度のシナリオ/Moderate scenario、好ましいシナリオ/Favourable scenario を見たものである。」(<https://betterfinance.eu/priips/#1570229306979-d734e937-673a>) と言う。



(出所: BETTER FINANCE/European Federation of Investors and Financial Services Users ~ <https://betterfinance.eu/priips/#1570229306979-d734e937-673a>)

コストについて PRIIPs KID は年率コストの総合的な値/overall figure of costs として「サマリー・コスト・インディケーター/summary cost indicator/SRI」を個人投資家に提示する。SRI は理解するのが困難な「年換算コスト率/annualised Reduction in Yield (RIY)」を使っている。これはコストがどの位、総リターンを減らしたかを見せるものである。

ベター・ファイナンスと英国 CFA 協会は「RIY は中程度のシナリオ/Moderate scenario を使っている。その他、PRIIPs KID のコストはどう算出したかを特定しない不透明/non-transparent さがあり、さらに、RIY は同じプロダクトでさえ 5 年もしくは 6 年で算出されると言うので比較出来ない/incomparable。結果的に、個人投資家は実際年率でどの位コストがかかったか正確にわからない。わかるのは中程度のシナリオにおける 5 年もしくは 6 年で算出されるものである。」と言う(その他に多々の問題 ~ <https://betterfinance.eu/priips/#1570229306979-d734e937-673a>)。

欧州の MiFID II プロダクトガバナンス規制の現況

先述の「日本の『重要情報シート』と欧州の『PRIIPs KID』と米国の『Form CRS』の類似」の所で、「欧州の『PRIIPs KID』を作成する組成会社も顧客属性を知る必要がある。ただ、日本と同様、一般的に組成会社は直接顧客コンタクトが無い。そこで MiFID II プロダクトガバナンス規制は、販売会社から組成会社へ情報(顧客分類、想定通りもしくは想定していない顧客の情報、顧客からの苦情や質問等)の提供を求めている。」とした。

MiFID II プロダクトガバナンス規制/MiFID II product governance requirements は、2021 年 2 月 1 日に ESMA/European Securities and Markets Authority/欧州証券市場監督機構が EU 全域でどのように実施されているかについて「CSA/Common Supervisory Action/共通監督措置」という進捗調査を NCA/National Competent Authorities/欧州各国の規制当局と開始している(<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-mifid-ii-product-governance-rules>)。CSA は 2021 年中に実施すると言う。調査対象は投信会社に代表される投資プロダクトの組成に携わる組成会社(運用会社、保険会社、仕組商品/預金等の組成金融機関)/manufacturer 及び証券会社や銀行に代表される投資プロダクトの販売・推奨等を行う投資会社/販売会社/distributor である。CSA の目的は EU 規則の一貫した実施と適用確保と投資家保護強化である。ESMA と NCA は下記を含む進捗状況を評価すると言う。

- ・資産運用会社は適切かつ相応な方法で潜在顧客属性の特定/Identification of the potential target market をしているか。ここには金融商品にかかるコストと手数料の徴収法/costs and charges structure、リスクリターン・プロファイル(情報)/risk-reward profile、流動性/liquidity、革新的な特徴/innovative character を含む。
- (i) 一回限りかかるコスト/One-off charges/One-off costs…投資を始める際に投資前に一回かかるコスト(最大を開示)/Entry costs や投資終了時に一回かかるコスト/Exit costs。
- (ii) 継続してかかるコスト/On-going charges/Recurring costs…投資期間中、毎年継続して/繰り返し、かかるコストで、前年のコストに基づき推計されて投資資産から徴収される(例、マネジメント・コスト、オペレーティング・イクスペンス、取引関連コスト。
- (iii) 付随コスト/Incidental costs…パフォーマンスフィー/Performance fees、成功報酬/Carried interests。
- ・資産運用会社と販売会社がどのようにターゲット市場と販売戦略/target market and distribution strategy を特定して定期的に見直しているか/How manufacturers and distributors identify and periodically review。資産運用会社と販売会社の間で何の情報交換/exchange of information between manufacturers and distributors をしているか。それはどのような頻度か。

2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」

(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf) 参照。

資産運用会社及び販売会社は 2022 年初めまでにサステナビリティ/持続可能性要因の考慮/consideration of sustainability factors をプロダクトガバナンス規制に加えると言う新しい要件にも備える必要がある。加えて、新型コロナウイルス感染症のパンデミック(世界的流行)/COVID-19 pandemic がポートフォリオへ与える影響、個別ファンドや投資家にとっての意味も考える必要がある。

以上、欧州での規制強化は、資産運用会社等に大きな課題となり、負担となっている(特に情報収集において)。欧州の投信協会やアナリスト協会、ベター・ファイナンスなどは規制への反対、延期や見直しで対抗しようとしている。

その中、資産運用会社のフィデリティ・インターナショナル/Fidelity International やネット投信販売会社の MFEX/Mutual Funds Exchange、ファンドプラットフォームのオールファンズ/Allfunds などは、TISA/The Investing and Saving Alliance's と言う非営利団体を使い負担の軽減などをしようとしている。

「2020 年 12 月、TISA は MiFID II の開示に関連するファンド関連コストをブロックチェーン技術で削減出来るツール『TURN/Tisa Universal Reporting Network』を立ち上げた。現行コストの年平均 20 万英ポンド/約 3000 万円を年平均 3 万英ポンド/450 万円未満に減らす事が出来ると言う。保険ベースの投資商品も含む PRIIPS ルールを管理するツールを含める計画もある。現在、資産運用会社とその他の会社のデータ形式が微妙に異なり、情報収集は大きな課題で、結果的に透明性欠如と個人投資家に販売される不適切な製品のリスクの高まりにつながっている。英金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構は正確なデータを求め厳しく規制をしている。この課題をクリアする為に『TURN』は業界の幅広い参加を必要としている。個々の資産運用会社やハイテク企業によって促進される独自のブロックチェーンではなく、非営利団体によるもので参加はしやすい。ブロックチェーン上のデータは全ての参加者に保持されており透明性もある。参加企業が多ければ多いほど削減は大きくなるが、まだ資産運用会社のフィデリティ・インターナショナル/Fidelity International(最初の資産運用会社)やネット投信販売会社の MFEX/Mutual Funds Exchange(最初の投信販売会社)、ファンドプラットフォームのオールファンズ/Allfunds、データ・ベンダーのモーニングスター等 14 社が『TURN』を使用するにとどまる。」(2021 年 3 月 8 日付 funds europe「Operations: Swinging the axe at data management costs」～ <https://www.funds-europe.com/march-2021/operations-swinging-the-axe-at-data-management-costs>)と言うものである。



尚、TISA/The Investing and Saving Alliance's は資産運用会社や投信販売会社、ファンドプラットフォームや、データ・ベンダー(アグリゲーター)等からなる(参加者が議長となる)英国に拠点を持つ非営利団体である。2019 年 6 月 27 日に TISA と言う略称はそのまま、Tax Incentivised Savings Association と言う名称から改名している(2019 年 6 月 27 日付 TISA「TISA announces change of Chairman and reveals new brand identity」～ <https://www.tisa.uk.com/tisa-announces-change-of-chairman-and-reveals-new-brand-identity/>)。



2017 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 209「2018 年 1 月 3 日から MiFID II (ミフィッド・ツー)が始まる! 欧州ではクリスマス返上も!! PRIIPs, PSD2, RDR も含め理解～PSD2 によりオープン API でフィンテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドやビットコイン活用デジタル・バンクも～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf)も参照の事。

英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoV レポートの現況

欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制は日本の金融庁が 2020 年 6 月 19 日に公表した「資産運用業高度化プロセスレポート 2020」の p.28 にもある(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html>)。同レポートの p.18 に「英国 VFM/Value for Money(AOV)評価」がある。金融庁総合政策局の森田局長(当時)は「海外の動向、特に英国における Value for Money 評価やプロダクトガバナンスに係る資産運用会社の取組み、更には FCA によるモニタリングの状況も参考に、運用パフォーマンスの『見える化』を一層進めていくとともに、運用力向上につながる各社の取組みも後押ししていきたいと考えている。」と言う(2020 年 6 月 8 日付「ファンド情報」～ https://www.r-ico.jp/pension/products/fund/fund_article_04.pdf)と言っていた。

冒頭で紹介した「重要情報シート対応で精いっぱい業界に費用開示で追い討ちをかけて、何がしたいのか」(2021 年 2 月 22 日付ファンド情報「議論再燃の費用開示 相次ぐ処分で当局攻勢? 株高好機に懸案解決を」～ https://www.r-ico.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_484657)も関係あるかもしれない。2021 年夏までに公表される見通しの「資産運用業高度化プロセスレポート 2021」で取り上げられる可能性もある(2021 年 2 月 15 日付日本版 ISA の道 その 327 及び 2021 年 2 月 22 日付日本版 ISA の道 その 328～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210222.pdf 及び https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210222_2.pdf)。

「英国 VFM/Value for Money(AOV)評価」は、欧州では「アセスメント・オブ・バリュー・レポート/Assessment of Value Reports(AoV レポート/AoV reports)」もしくは「バリュー・アセスメント・レポート/ Value Assessment Reports」と呼ばれる事が多い。2019 年 9 月 30 日施行で、ファンドごとに決算期末から 4 カ月以内に毎年公表が義務付けられている。7 つの基準があり、順番は投信会社によって入れ替えても良く、資産運用会社は異なる方法で作って良い。以下が7つの基準だ(詳細は 2020 年 6 月 22 日付日本版 ISA の道 その 309 及び 2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf 及び https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。

1. サービスの幅と質:

投資家がサービスの範囲と質に満足しているかどうかどうか。



2. ファンドの目的に照らしたパフォーマンス:

その投信は良好なパフォーマンスを提供したかどうか(ファンドの何%が同業他社をアウトパフォームしたか等)。

3. Value for Money の評価コスト:

その投信の手数料は提供されたサービスの対価として公正だったかどうか。

4. 規模の経済:

その投信はスケールメリットがあったかどうか。

5. 同等のファンド等の市場レート:

4.に関連し手数料の削減でそれが投資家に還元されたかどうか、同類ファンドと比較してどうか(ファンドの手数料は同類ファンド平均よりもどの位安かった等)。

6. 同等の機関投資家向け商品等の運用報酬:

同じ位の投資規模を持つ投資家は同じ位の手数料を支払ったかどうか。

7. 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由:

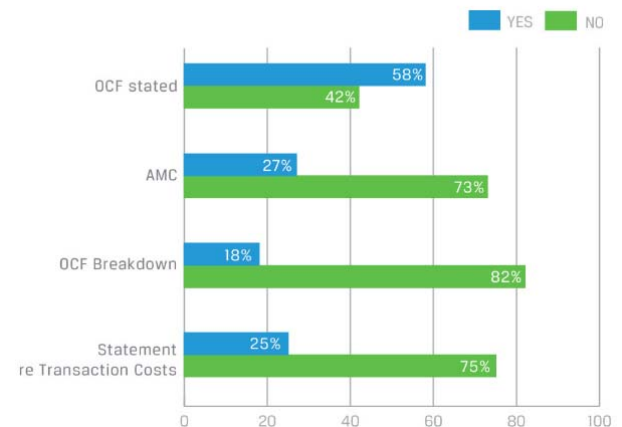
投資家が安い手数料のシェアクラスへの投資が可能なのに高い手数料シェアクラスに投資していたかどうか。

* AFM/Authorised Fund Manager/資産運用会社が投信の投資家の同意無く、投資家を同じファンドの、より安いコストのシェアクラスへ移換する事が認められている(投資家最善の利益で 60 日前までに通知する必要)。

2021年1月29日に英国CFA協会/CFA Society of the UK/CFA UK(英国で証券アナリストを認定)が「英国ファンド・アセスメント・オブ・バリュー・レポートのレビュー/A Review of UK Fund Assessment of Value Reports(2019-20)」を発表した(<https://www.cfauk.org/professionalism/research-and-position-papers/review-of-uk-fund-assessment-of-value-reports#gsc.tab=0>)。以下の通り。

「AoVレポートのファンドのパフォーマンスは総じて十分であったが、リスクと流動性とESG要因に関しては広く不十分であった。AoVレポートのかかなりの割合があまり芳しくない。AoVレポートの4分の1近く(24%)が投資目標の概要(FCAの数少ない具体的要件の一つ)さえ説明していない。AoVレポートの5分の2以上(42%)が最も基本的な機能の1つであるOCF/Ongoing Charges Figure/経費率の開示が無かった。その他、FCAは公式に要求していないが、投資家の利益にとって重要な情報を多数のAoVレポートは提供していない。AoVレポートの4分の3以上(76%)がESGについて言及しておらず、62%がリスクに言及しておらず、87%が流動性に関するコメントをしていない。AoVレポートで最悪だったのはAFM/Authorised Fund Manager/資産運用会社のコストであった。サービスの品質を評価する方法は特に不明であった。AoVレポートの約20%だけが顧客調査や独立した外部評価を使用していた。…(略)…。英国CFA協会/CFA Society of the UK/CFA UK(英国で証券アナリストを認定)は下記を提案する。」

EXHIBIT 10: AFM FUND COSTS CRITERIA



- ・AoVレポートは、ファンド・ファクトシートやKIID/重要情報書類など他の義務付けられた情報と共にAFMのウェブサイトで明確に公開する事。個人投資家がGoogle検索でAoVレポートを簡単に見つけられる様にする事。
- ・ユーザー・フレンドリーな言葉を使いテーブルやグラフ、図を使用して文を分割する事。
- ・OCFとその構成要素の内訳を開示する事。
- ・投資目標と適切な投資期間の開示する事。
- ・オーバー・パフォーマンスとアンダー・パフォーマンス。
- ・ESG、リスク、流動性に関する解説を含める事。
- ・独立したピアグループカテゴリまたはベンチマークを使用する事。
- ・必要に応じて独立した評価及び/もしくは顧客調査を使用する事。
- ・規模の経済のガイダンスを提供する事。
- ・多様なシェアクラスを持つファンドについて手数料等を説明する事

英国のAoVレポートで話題となるハーグリーブス・ランズタウンの例

バリュー・アセスメント・レポート/AoVレポートについて英国CFA協会は多くの問題を指摘している。その中、AoVレポートも2度目となって改善が見られた資産運用会社もある。英国プラットフォーム会社最大手(ネット証券最大手)ハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdownの資産運用子会社Hargreaves Lansdown Fund Managers Ltdが2021年1月23日出したAoVレポートである。Hargreaves Lansdown Fund Managers Ltdの「HL マルチマネージャー・ファンド/HL Multi-Manager funds」10本と「HL セレクト・ファンド/HL Select funds」3本の13ファンドのAoVレポートである(2020年9月末現在、リリース: <https://www.hl.co.uk/news/articles/improvements-to-our-hl-multi-manager-funds>、レポート: https://www.hl.co.uk/_data/assets/pdf_file/0006/15589689/HL-Multi-Manager-Value-Assessment-Sept-2019.pdf)。

前回の2020年2月11日付AoVレポートでは個別ファンド全体で「投資家に価値を提供/demonstrates value to investors」と言っていた(さらにほぼ白黒)。ただ、今回の2021年1月23日付AoVレポートでは個別ファンドを7つの基準で評価(3段階評価)をしていた(さらにカラー)。そこには2020年1月2日付英バンガード「Assessment of value report January 2020」が使い好評だった交通信号システムが使われていた(バンガードのAoVレポートは2020年6月22日付日本版ISAの道その309～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf)。

THE OUTCOME OF OUR REVIEW	QUALITY OF SERVICE	PERFORMANCE	COST OF THE FUNDS	COMPARABLE MARKET RATES	COMPARABLE SERVICES	ECONOMY OF SCALE	CLASSES OF UNITS	OVERALL
HL Multi-Manager Asia & Emerging Markets	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Balanced Managed Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Equity & Bond Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager European	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager High Income	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Income & Growth Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Special Situations Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Strategic Assets	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager Strategic Bond Trust	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Multi-Manager UK Growth	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Select Global Growth	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Select UK Growth Shares	●	●	●	●	●	●	●	●
HL Select UK Income Shares	●	●	●	●	●	●	●	●
Overall Criteria	●	●	●	●	●	●	●	●

- Represents value – we are satisfied that value is delivered to our clients.
- Improvement needed – some areas need additional focus to improve the delivery of value in the future.
- Does not represent value – action is required in order to deliver value for money in the future

(出所: 2021年1月23日付 Hargreaves Lansdown「Assessment of Value Report」)

大きな改善は、「HL マルチマネージャー・ファンド」がニール・ウッドフォード/Neil Woodford 氏「ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド/Woodford Equity Income Fund」(2019年10月15日閉鎖)へ投資してパフォーマンスを大きく悪化させたのに、(最初の)AoVレポートで「価値を提供」と言っていた事(2020年9月17日付日本版ISAの道その315～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。「ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド」を大幅に組み入れていただけでなく、個人向け推奨リストにも入れ、さらにパフォーマンス悪化後もリストに入れ続けた。こうした批判を受け、今年のレポートではパフォーマンス基準で「アンダー・パフォーマンスとなったファンドは主として『ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド』のイクスポージャーと好調だった米国株式投資の少なさによる。」などとしっかり触れていた。

「HL マルチマネージャー・ファンド/HL Multi-Manager funds」(<https://www.hl.co.uk/funds/hl-funds/multi-manager-funds>)の中で純資産 20 億英ポンド/約 3000 億円と、同社最大の「HL マルチマネージャー・インカム&グロース・トラスト/HL Multi-Manager Income & Growth Trust」もまた「ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド」に投資しており、その 7 つの基準ごとの 3 段階評価は下記の通り。

「HL マルチマネージャー・インカム&グロース・トラスト/HL Multi-Manager Income & Growth Trust」の
2021 年 1 月 23 日に公表されたアセスメント・オブ・バリュー・レポート/Assessment of Value Report
の 7 つの基準の 3 段階評価



1. サービスの幅と質/QUALITY OF SERVICE:

3 段階で一番上(緑色)「価値を示す(顧客に価値が提供されて満足)/Represents value(we are satisfied that value is delivered to our clients)」

2. パフォーマンス/PERFORMANCE:

3 段階で中央(黄色)「改善が必要(価値を提供する為に今後、追加フォーカスするエリアはある)/Improvement needed(some areas need additional focus to improve the delivery of value in the future)」

3. 評価コスト/COST OF THE FUND:

3 段階で一番上(緑色)「価値を示す(顧客に価値が提供されて満足)/Represents value(we are satisfied that value is delivered to our clients)」

4. 同等のファンド等の市場レート/COMPARABLE MARKET RATES

3 段階で中央(黄色)「改善が必要(価値を提供する為に今後、追加フォーカスするエリアはある)/Improvement needed(some areas need additional focus to improve the delivery of value in the future)」

5. 同等のサービス/COMPARABLE SERVICES:

3 段階で一番上(緑色)「価値を示す(顧客に価値が提供されて満足)/Represents value(we are satisfied that value is delivered to our clients)」

6. 規模の経済/ECONOMIES OF SCALE:

3 段階で一番上(緑色)「価値を示す(顧客に価値が提供されて満足)/Represents value(we are satisfied that value is delivered to our clients)」

7. 運用報酬が割高なシェアクラスに投資家をとどめる理由/CLASSES OF UNITS:

3 段階で一番上(緑色)「価値を示す(顧客に価値が提供されて満足)/Represents value(we are satisfied that value is delivered to our clients)」

全体/OVERALL

3 段階で中央(黄色)「改善が必要(価値を提供する為に今後、追加フォーカスするエリアはある)/Improvement needed(some areas need additional focus to improve the delivery of value in the future)」

前回の 2020 年 2 月 11 日付レポートでは 7 つの基準ごとの 3 段階評価は無く、全体で「投資家に価値を提供/demonstrates value to investors」と言っていた。尚、今回からの 3 段階評価は一番下がある(下記の文言)。ただ、この「HL マルチマネージャー・インカム&グロース・トラスト」には今回は存在しなかった。

3 段階で一番下(赤色)「価値を示さない/Does not represent value(価値を提供する為に今後、行動が求められる)/action is required in order to deliver value for money in the future)」

以上がハーグリーブス・ランズタウンのバリュー・アセスメント・レポート/ AoV レポートであるが、実際、どの位の手数料か等がわかりにくい。そこで Hargreaves Lansdown Fund Managers Ltd のファンドである「HL マルチマネージャー・ファンド/HL Multi-Manager funds」と「HL セレクト・ファンド/HL Select funds」をシェアクラス別で見た。



英国プラットフォーム会社最大手(ネット証券最大手)ハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown Fund Managers Ltdファンド

2021年2月末現在

*全てオープンエンドファンド(Unit Trust)、英ポンド建て、非機関投資家向け、アクティブ・ファンド。

シェアクラス名	グローバル分類 (モーニングスター分類)	設定日	クリーン・シェアか 非クリーン・シェアか	純資産 (クラス) (百万 円)	純資産 (クラス) (百万 英ポンド)	初期最小 購入単位 (英ポンド)	購入時手 数料/イン シャル・ チャージ最 大(%)	経費率 (年率%、※ 1参照)	経費率 /OCFの 内、投信 会社分の マネジメ ント・チャ ージ (年率%) /AMC (年率%)	バリュー・ アセスマ ントの総 合 評価(※2 参照)
*AはRDR/前のトール・コミッションがまだあるクラス(リテンション・クラス)が多い。MはRDR後のトール・コミッションが無いクラス(クリーン・シェア)が多い。Mは別途媒介契約のある投信保有者へのみ適用。 Accは75%モジュレーション・ユニット/Accumulation Unit(累積投資型)、Incは25%モジュレーション・ユニット/Income Unit(分配型)。			*クリーン・シェアはRDR後のトール・コミッションが無いシェア、非クリーン・シェアはRDR前のトール・コミッションがまだあるシェア(高シェア)。							
1 HL Multi-Mgr Asia and Emerging Mkt A Acc	グローバル・エマージング株	2015/4/29		33,821	227	150,000	3.00	1.59	0.75	黄色
2 HL Multi-Manager Balanced Managed A Acc	アグレッジブ・アセット・アロケーション(株70% 85%)	2001/1/5	非クリーン・シェア	130,388	875	2,500	5.00	1.41	0.80	緑
3 HL Multi-Manager Balanced Managed M Acc	アグレッジブ・アセット・アロケーション(株70% 85%)	2015/4/8	クリーン・シェア	43,617	293	2,500	5.00	1.41	0.75	緑
4 HL Multi-Manager Equity & Bond A Acc	モレレート・アセット・アロケーション(株50% 70%)	2006/6/5	非クリーン・シェア	19,520	131	2,500	5.00	1.37	0.75	緑
5 HL Multi-Manager Equity & Bond A Inc	モレレート・アセット・アロケーション(株50% 70%)	2006/6/5	非クリーン・シェア	5,866	39	2,500	5.00	1.37	0.75	緑
6 HL Multi-Manager Equity & Bond M Acc	モレレート・アセット・アロケーション(株50% 70%)	2015/4/8	クリーン・シェア	5,355	36	2,500	5.00	1.37	0.75	緑
7 HL Multi-Manager Equity & Bond M Inc	モレレート・アセット・アロケーション(株50% 70%)	2015/4/8	クリーン・シェア	7,640	51	2,500	5.00	1.37	0.75	緑
8 HL Multi-Manager European A Acc	欧州大型株	2015/2/26		26,769	180	150,000	3.00	1.47	0.75	緑
9 HL Multi-Manager High Income A Acc	フレキシブル・アロケーション	2016/4/13		16,303	109	150,000	3.00	1.29	0.75	緑
10 HL Multi-Manager High Income A Inc	フレキシブル・アロケーション	2016/4/13		60,787	408	150,000	3.00	1.29	0.75	緑
11 HL Multi-Manager Income & Growth A Acc	英国大型株	2002/9/30	非クリーン・シェア	108,454	728	2,500	5.00	1.24	0.80	黄色
12 HL Multi-Manager Income & Growth A Inc	英国大型株	2002/9/30	非クリーン・シェア	169,581	1,138	2,500	5.00	1.24	0.80	黄色
13 HL Multi-Manager Income & Growth M Acc	英国大型株	2015/4/8	クリーン・シェア	7,474	50	2,500	5.00	1.24	0.75	緑
14 HL Multi-Manager Income & Growth M Inc	英国大型株	2015/4/8	クリーン・シェア	15,385	103	2,500	5.00	1.24	0.75	緑
15 HL Multi-Manager Special Sits A Acc	グローバル大型株	2001/4/3	非クリーン・シェア	193,209	1,297	2,500	5.00	1.47	0.80	緑
16 HL Multi-Manager Special Sits M Acc	グローバル大型株	2015/4/8	クリーン・シェア	74,404	500	2,500	5.00	1.47	0.75	緑
17 HL Multi-Manager Strategic Assets A Acc	フレキシブル・アロケーション	2016/2/9		13,548	91	150,000	3.00	1.43	0.75	黄色
18 HL Multi-Manager Strategic Assets A Inc	フレキシブル・アロケーション	2016/2/9		11,741	79	150,000	3.00	1.43	0.75	黄色
19 HL Multi-Manager Strategic Bond A Acc	英国債	2009/2/2	非クリーン・シェア	30,853	207	2,500	3.00	1.26	0.75	緑
20 HL Multi-Manager Strategic Bond A Inc	英国債	2009/2/2	非クリーン・シェア	78,545	527	2,500	3.00	1.26	0.75	緑
21 HL Multi-Manager Strategic Bond M Acc	英国債	2015/4/8	クリーン・シェア	23,570	158	2,500	3.00	1.26	0.75	緑
22 HL Multi-Manager Strategic Bond M Inc	英国債	2015/4/8	クリーン・シェア	5,553	37	2,500	3.00	1.26	0.75	緑
23 HL Multi-Manager UK Growth A Acc	英国大型株	2015/1/23		25,258	170	150,000	3.00	1.37	0.75	緑
24 HL Select Global Growth Shares A GBP Acc	グローバル大型株	2019/5/3	クリーン・シェア	79,454	533	150,000	0.00		0.60	緑
25 HL Select Global Growth Shares A GBP Inc	グローバル大型株	2019/5/3	クリーン・シェア	10,025	67	150,000	0.00		0.60	緑
26 HL Select UK Growth A Acc	英国大型株	2016/12/1	クリーン・シェア	38,362	258	150,000	3.00		0.60	緑
27 HL Select UK Growth A Inc	英国大型株	2016/12/1	クリーン・シェア	5,268	35	150,000	3.00		0.60	緑
28 HL Select UK Income Shares A Acc	英国大型株	2017/3/2	クリーン・シェア	12,324	83	150,000	3.00		0.60	緑
29 HL Select UK Income Shares A Inc	英国大型株	2017/3/2	クリーン・シェア	9,008	60	150,000	3.00		0.60	緑
29本 *純資産は合計、他は平均(プラン)		2013/1/13		1,262,084	8,473	68,621	3.62	1.35	0.73	
最新もしくは最大(プラン除く)		2019/5/3		193,209	1,297	150,000	5.00	1.59		
最古もしくは最小(プラン除く)		2001/1/5		5,268	35	2,500	0.00	1.24		

「HL マルチマネージャー・ファンド/HL Multi-Manager funds」の中で純資産20億英ポンド/約3000億円と最大の「HL マルチマネージャー・インカム&グロース・トラスト」/HL Multi-Manager Income & Growth Trust。

「ウッドフォード・エクイティ・インカム・ファンド」/Woodford Equity Income Fund (2019年10月15日閉鎖)へ投資してパフォーマンスを大きく悪化させた「HL マルチマネージャー・ファンド/HL Multi-Manager funds」。

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

※1: 経費率/Ongoing Charges Figure/OCF...日本の信託報酬・投信会社分にAnnual Management Charge/AMC(成功報酬調整を除く)と日本の信託報酬・受託会社分に相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドであるInvestments in other fundsの信託報酬等の総額を、Key Investor Information Document/KIID(UCITS共通の情報開示資料)もしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するEntry Charges(Initial Charge)もしくはExit ChargesもしくはCommissions or Any Other Amount Paid Directly by the Investor、信託報酬・投信会社分に含まれる成功報酬のPerformance Fee、信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当するTrail Commission、売買委託手数料に相当するTrading Charge(Trading Costs For Buying And Selling Assets)、値引き(Refund)を除く。

※2: バリュー・アセスメントの総合評価...3段階で一番上(緑色)が「価値を示す(顧客に価値が提供されて満足)/Represents value(we are satisfied that value is delivered to our clients)」,3段階で中央(黄色)「改善が必要(価値を提供する為に今後、追加フォーカスするエリアはある)/Improvement needed(some areas need additional focus to improve the delivery of value in the future)」,3段階で一番下(赤色)「価値を示さない/Does not represent value(価値を提供する為に今後、行動が求められる)/action is required in order to deliver value for money in the future)である。ここでは総合評価のみだが、7つの基準ごとに評価がある。それは2021年1月23日付ハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdownのアセスメント・オブ・バリュー・レポート/Assessment of Value Report(2020年9月末現在)参照(リリース: <https://www.hl.co.uk/news/articles/improvements-to-our-hl-multi-manager-funds>、レポート: https://www.hl.co.uk/_data/assets/pdf_file/0006/15589689/HL-Multi-Manager-Value-Assessment-Sept-2019.pdf)にある。

最大の「HL マルチマネージャー・インカム&グロース・トラスト」には A クラス/Class A(2002 年 9 月 30 日設定)と M クラス/Class M(2015 年 4 月 8 日設定)があり、A クラスの純資産は 1863 百万英ポンド/約 2780 億円、M クラスの純資産は 153 百万英ポンド/約 229 億円(Acc は Accumulation Unit/累積投資型、Inc は Income Unit/分配型)。M クラスは現在、別途媒介契約のある投信保有者へのみ適用。 **最大 5%の購入時手数料/Initial charge とある。** **RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革(2012 年 12 月 31 日施行)後に設定されたものはコミッションを含まない(IFA の場合)。** **実はハーグリーブス・ランズタウンは 2015 年 10 月から IFA/Independent Financial Advisers/独立 FA をやめ RFA/Restricted Financial Advisers/限定 FA となり RDR に従わず済む(2019 年 8 月 5 日付日本版 ISA の道 その 276 ~ https://www.am.mufj.jp/text/oshrase_190805.pdf)。**

ハーグリーブス・ランズタウン/Hargreaves Lansdown のアドバイス関連サイトにある言葉

ハーグリーブス・ランズタウン・ファイナンシャル・アドバイザーは、時間と共に変わる税金や投資・年金ルールについて、独立したファイナンシャル・アドバイス/independent financial advice をもはや提供しない。だが、限定したファイナンシャル・アドバイス/restricted financial advice を提供出来る。



(出所: 2014 年 11 月 14 日付 Hargreaves Lansdown「Our unique and independent approach to financial advice」~ <https://www.hl.co.uk/news/investment-times/2014/11/our-unique-and-independent-approach-to-financial-advice>)

尚、ハーグリーブス・ランズタウンは英国プラットフォーム会社最大手(ネット証券最大手)であり、それで IFA をやめ RFA にすると言うのに驚きもある。ただ、資産運用子会社 Hargreaves Lansdown Fund Managers Ltd の純資産(2021 年 2 月末現在)は 44 位にとどまる(*英国のファンドは英ポンド建て、英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外を含み、ETF や MMF は含まず、償還済み)。

2021年2月末現在



英国のオープンエンドファンド(英OF)の投信会社の純資産上位10社とHargreaves Lansdown Fund Managers Ltd

*英国のファンドは英ポンド建て、英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外を含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを除く。

一部ファンドに純資産データの欠落あり(例:St James's Placeは2015年6月末、Legal & Generalは2018年7月末を最後にデータが収録されていない)。

	投信会社名(英語名)	ファンド (クラス) 本数	純資産 (百万 英ポンド)	純資産 (億円)	1本当たり 純資産 (百万 英ポンド)	1本当たり 純資産 (億円)
1	Vanguard	140	108,823	162,094	777	857
2	Aviva	388	96,148	143,215	248	286
3	BlackRock	231	71,563	106,595	310	240
4	Baillie Gifford	211	62,838	93,600	298	85
5	Fidelity	327	56,301	83,861	172	217
6	Standard Life Aberdeen	598	49,820	74,208	83	334
7	Schroders	703	48,979	72,956	70	332
8	Royal London	178	45,285	67,453	254	113
9	HSBC	337	38,409	57,212	114	133
10	Link Group	279	36,305	54,077	130	146
44	Hargreaves Lansdown Fund Managers Ltd	29	8,473	12,621	292	68
	全444社の合計	16,872	1,534,328	2,285,425	91	135

(出所: Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

英国については難しい事が多い。そのあたりは、2019 年 8 月 5 日付日本版 ISA の道 その 276『英国ウェルスマネジメント最新動向』英国のリテール証券ビジネスで拡大する限定アドバイス型・垂直統合型(独立アドバイス型からの転換)、全国の IFA を RFA として取り込む事～FCA/金融当局のプラットフォーム解約手数料制限でハーグリーブス・ランズタウン等のプラットフォーム vs セント・ジェームズ・ブレイス/SJP 等の限定アドバイス・垂直統合型!～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190805.pdf)を参照の事。

英国のクリーン・シェア(や ACS)の現況

英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoV レポートは手数料が大きな存在となっている。RDR/Retail Distribution Review/個人向け金融商品販売制度改革(2012 年 12 月 31 日施行)で、その後に設定されたものはコミッションを含まなくなり(IFA の場合)、これに英国の AoV レポートはどう影響を与えているか。

RDR(前のプロダクトで、トレール・コミッション/trail commissions(米国の 12b-1 手数料や日本の代行手数料に相当)のあるレガシー・シェアクラス/legacy share class はある(A クラスなど)。一方、RDR 後のプロダクトで、IFA にも向けたトレール・コミッションの無いのがクリーン・シェア・クラス/clean share classes である(M クラスなど)。RDR)でファイナンシャル・アドバイザーや販売会社はファンドからトレール・コミッションを徴収することが禁止となった。しかし、RDR 前のプロダクトは対象外で、大きな存在となっていた。「レガシー・シェアクラスの資産は新しいシェアクラス(コミッション無し、クリーンシェアクラス等)の資産より大きい。」(2020 年 1 月 27 日付 英 Morningstar「UK Funds Must Demonstrate Value」～ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/198989/uk-funds-must-demonstrate-value.aspx>)と言われている。

投資家全員がレガシー・シェアクラスを否定している訳でもなく、「RDR 前のシェアクラスに残っている投資家がいる背景について、『クリーン・シェア・クラスに転換すると、顧客は継続したアドハイスも受けられない、もしくは、アドバイザーにフィーを合意しなければならないか、どちらかとなる。』と言う見方もある。」(2018 年 5 月 30 日付 citywire 「FCA changes could fail to budge pre-RDR investors」～ <https://portfolio-adviser.com/fca-changes-could-fail-to-budge-pre-rdr-investors/>)。

AoV レポートで「投資家が安い手数料のシェアクラスへの投資が可能なのに高い手数料シェアクラスに投資していたかどうか」もあり、トレール・コミッションのあるレガシー・シェアクラスから低コストのクリーン・シェア・クラスに移っていると言う。「フィッツ・パートナーズ/Fitz Partners の約 600 の個人投資家向けファンドの調査によると、昨年 2020 年、バリュー・アセスメントの第 1 ラウンド(2019 年 9 月 30 日施行)によって、投資家の 51%がトレール・コミッションのあるレガシー・シェアクラスから低コストのクリーン・シェア・クラスに移ったと言う。平均割引率は 49.24%(24%～67%)。資産運用会社の半数以上が、自動移転を行っており、これらの投資家のほとんどは手数料が半減した。」(2021 年 2 月 24 日付 funds europe「AoV-led transfers result in 50% discount for UK investors」～ <https://www.funds-europe.com/news/aov-led-transfers-result-in-50-discount-for-uk-investors>)。



(出所: 2021 年 2 月 24 日付 funds europe「AoV-led transfers result in 50% discount for UK investors」)

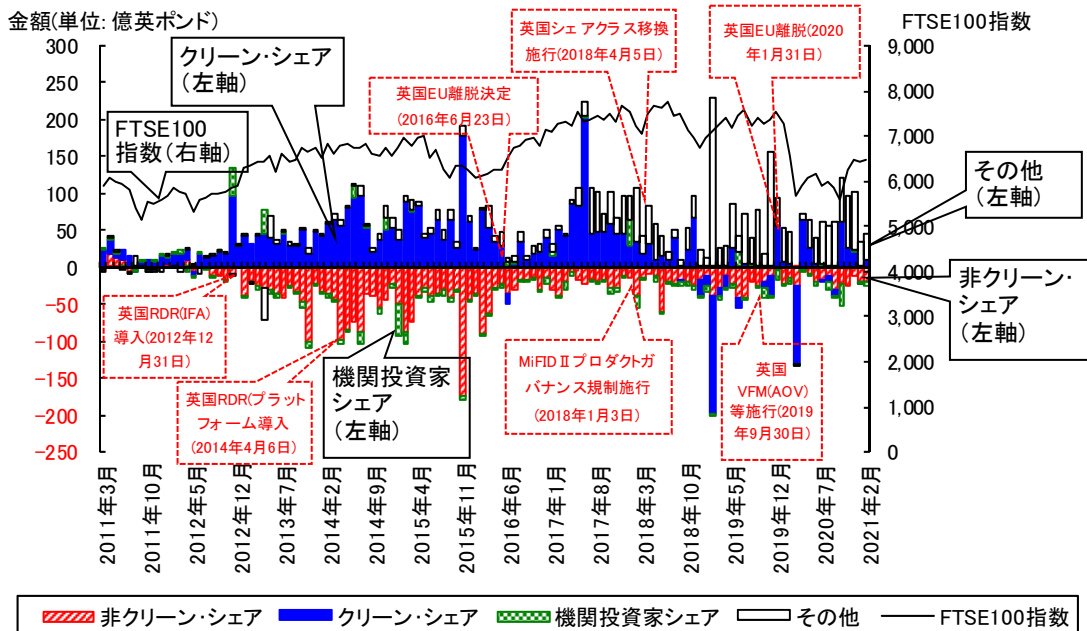
次頁に英国のファンドのシェアクラス別純資産推移及び純資産推移を掲載した。2017 年位まではクリーン・シェアが大きな純流入だったが、2019 年位からは「その他」の純流入が大きい。「その他」とは、日本の私募投信に相当するもので、ACS/Authorised Contractual Scheme/認可契約スキーム(サブファンド間売買等で生じる課税を繰延出来る)や LGPS/Local Government Pension Scheme/地方政府年金基金スキームなど大口または機関投資家向け超低コスト(経費率ほぼ 0%)ファンドである(2020 年 9 月 17 日付日本版 ISA の道 その 315～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。

以上、欧州資産運用業界動向を見た。日本が参考とする欧州では(米国でもオーストラリアでもそうだが)、規制やビジネス、商品が、大きく目まぐるしく変わっている。日本の資産運用業界にとって、こうした情報の迅速な収集及び調査・分析は間違いなく重要な事であり、それ無しで資産運用業界の明るい未来は無いと言っても過言ではない。ぜひ日本の資産運用業界全体でこうした事に取り組んで欲しい。その意味で今年 2021 年夏までに公表される見通しの「資産運用業高度化プログレスレポート 2021」を期待している。



英国のファンドのシェアクラス別純設定推移

2011年3月 ~ 2021年2月



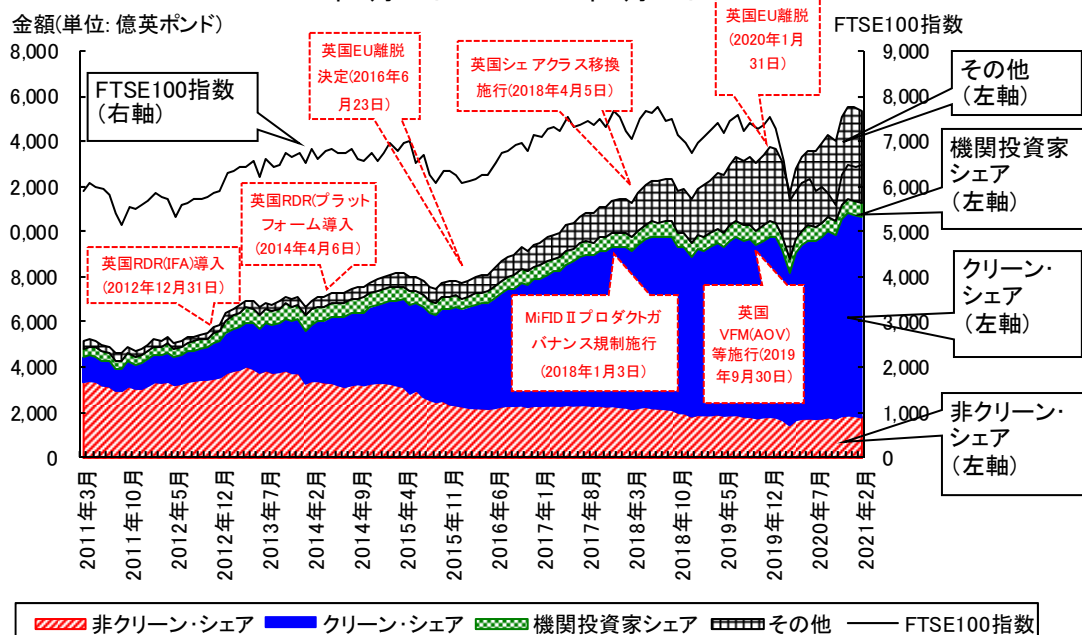
*英国のファンドは英ポンド建てで英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外も含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを含む。
クリーン・シェアは、モーニングスターがRDR対応クリーン・シェアと分類したもので、トレイル・コミッションのないもの(トレイル・コミッション/Trail commissionとは、販売会社/アドバイザー/ブローカーに支払われるDistribution Fees/日本の信託報酬・販売会社分/代行手数料に相当)。

(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)



英国のファンドのシェアクラス別純資産推移

2011年3月31日 ~ 2021年2月26日



*英国のファンドは英ポンド建てで英国で販売されるオープンエンドファンドで、英国籍以外も含み、ETFやMMFは含まず、償還済みを含む。
クリーン・シェアは、モーニングスターがRDR対応クリーン・シェアと分類したもので、トレイル・コミッションのないもの(トレイル・コミッション/Trail commissionとは、販売会社/アドバイザー/ブローカーに支払われるDistribution Fees/日本の信託報酬・販売会社分/代行手数料に相当)。

(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

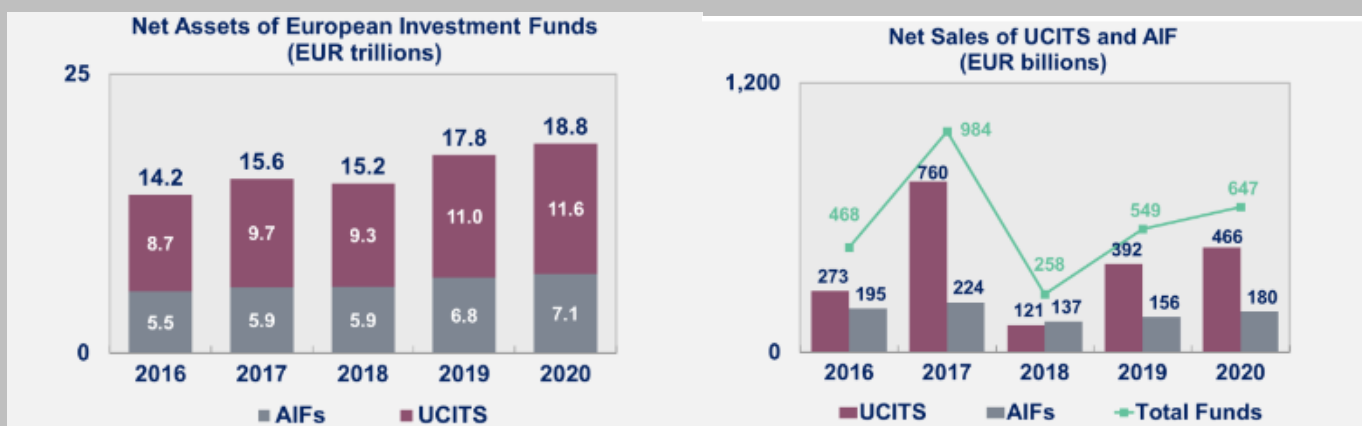
※1: 欧州の UCITS/ユーシツと AIF/オルタナティブ投資ファンドはアイルランド籍中心に拡大…



来年 2022 年 1 月 1 日からの PRIIPs KID 適用を欧州の投信協会は反対、延期を要望している。

その EFAMA/European Fund and Asset Management Association/欧州投資信託・資産運用協会は 2021 年 3 月 1 日に 2020 年 10~12 月の投資ファンド業界ファクト・シート/Investment Fund Industry Fact Sheet を公表した(<https://www.efama.org/Pages/Submitted%20after%202018-03-12T16%2022%2007/EFAMA-publishes-European-investment-fund-industry-2020-trends.aspx>)。

純資産/Total Net Assets は 2020 年 12 月末に UCITS と AIF(後述)の合計が前四半期比+6.6%の 18.8 兆ユーロと過去最高(UCITS は+7.6%の 11.6 兆ユーロ、AIF は+5.1%の 7.1 兆ユーロ)。合計が大きい国トップ 5 は順にルクセンブルク、アイルランド、ドイツ、フランス、英国となっている。純販売額/Net Sales は 2020 年(1~12 月)に UCITS と AIF の合計が+6,466 億ユーロの純流入(UCITS は+4,664 億ユーロ、AIF は+1,802 億ユーロの純流入)。合計が大きい国トップ 5 は順にアイルランド、ルクセンブルク、ドイツ、フランス、スイス(英国は 6 位)となっている。



UCITS/ユーシツ/Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities は「譲渡可能な証券の集合投資事業」の事で、EU 登録の個人投資家向けファンドである(パスポート付与)。AIF/オルタナティブ投資ファンド/Alternative Investment Funds は EU 登録の(基本)プロ投資家向けファンドである(パスポート付与)。

AIF は UCITS 以外のファンド(ヘッジファンド、プライベート・エクイティ/PE・ファンド、その他)の事であり、運用会社に求められる要件は UCITS 以下の厳格さで各国私募ファンド制度以上である。2018 年 1 月 1 日から AIF/EU 登録の(基本)プロ投資家向けファンド(パスポート付与)も UCITS KIID/Key Investor Information Documents/重要投資家情報書類の適用となっている(2017 年 12 月 25 日付日本版 ISA の道 その 209~ (https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_171225.pdf))。

2020 年(1~12 月)の純流入額が大きい順に、アイルランド、ルクセンブルク、ドイツ、フランス、スイス(英国は 6 位)となっている。2016 年 6 月 23 日に英国民投票で「ブレグジット/Brexit(英国の EU 離脱)」が決まったが、そのあと書いた 2016 年 8 月 15 日付日本版 ISA の道 その 153「ブレグジットでルクセンブルクや英国の投信から資金が流出しアイルランドの投信へ!? 英国 ISA ファンドは過去最大の純流出!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160815.pdf) の展開である。

以 上

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー…

「 <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」、

「 <https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」

～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

本資料中で使用している指数について

・FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。“FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。